

Аналитик: Николай Кашеев, e-mail: kni@mdmbank.com

Почему ликвидность ЦБ не может заместить внешнее финансирование?

Это – достаточно беглый взгляд на комплексную макроэкономическую проблему. Дело здесь – не только в срочности предоставляемой сегодня ликвидности. Вот некоторые простые факты:

Основные тенденции банковской системы РФ в 2008-2009 гг.:

	на дату: 01.01.09 01.01.08	
Активы банковской системы, млрд.руб.	27,797	19,827
Активы банковской системы, млрд.долл.	946	808
%ВВП	62	58
реальное изм. с начала года, %*	12.2	29.0
Ликвидные резервы, млрд.руб.	2,581	1,818
реальное изм. с начала года, %	29.0	21.3
Кредиты реал. сектору, млрд.руб.	17,393	12,737
%ВВП	33	32
реальное изм. с начала года, %	24.1	34.6
Иностранные активы, млрд.руб.	4,679	2,290
реальное изм. с начала года, %	85.7	24.7
Иностранные пассивы, млрд.руб.	5,012	4,086
реальное изм. с начала года, %	11.5	33.2
Иностранные пассивы, % баланса	18.0	20.6
Иностранные активы, % баланса	16.8	11.6
Чистая иностранная позиция, млрд.долл.	-11	-73

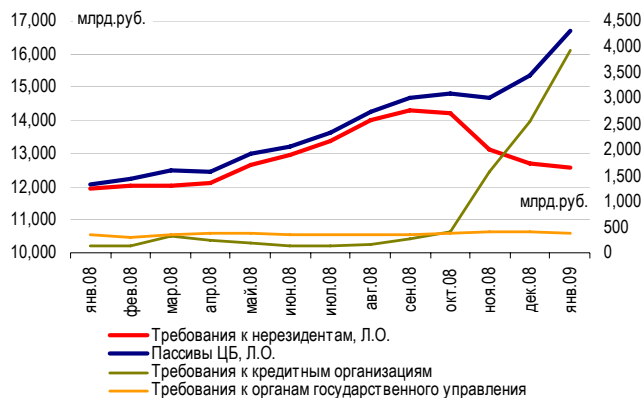
* с коррекцией на индекс потребительских цен

Источник: ЦБ, МДМ

Из таблицы следует, что рост активов банковской системы по итогам года замедлился в реальном выражении более чем в два раза, а рост кредитов нефинансовому сектору - примерно в полтора раза. При этом рост ликвидных резервов (счетов в ЦБ и наличных денег, главным образом) ускорился почти на 40%, а иностранные активы росли в 3.5 раза быстрее, чем годом ранее. Следует также учесть, что основные события – сдвиги в динамике балансов – произошли в последние месяцы года.

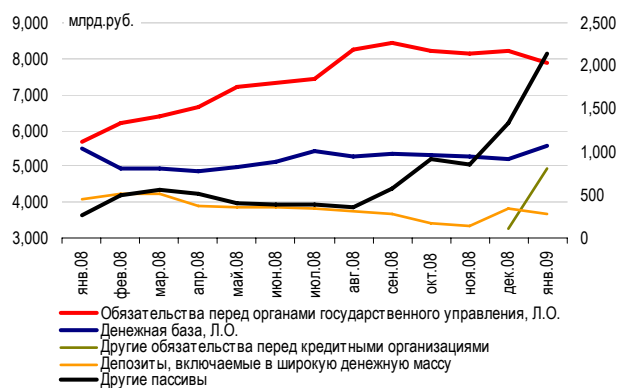
Главным источником рублевой ликвидности для банковской системы РФ традиционно являлся, как известно, рост золотовалютных резервов. Функцией ЦБ и Минфина являлась стерилизация денежного предложения, возникавшего вследствие поддержания режима регулируемого курса рубля. В конце 2008 г., однако, баланс Центрального банка РФ начал резко расти.

Резкие изменения в балансе ЦБ: меньше иностранных активов, больше требований к кредитным организациям. Чистые требования к банковской системе со стороны ЦБ с октября 2008 по январь 2009 возросли на... 4.2 трлн.руб.



Источник: ЦБ, МДМ

Источники роста баланса ЦБ. В балансе ЦБ увеличение валовых требований к кредитным организациям на 3.5 трлн.руб. за октябрь-январь нивелировалось снижением валютных резервов на 1.7 трлн.руб., ростом валютных корсчетов банков за декабрь-январь на 0.8 трлн.руб. и ростом т.н. «других пассивов*» на 1.2 трлн.руб.



Источник: ЦБ, МДМ

* Другие пассивы по определению ЦБ включают: нереализованные разницы от переоценки иностранной валюты, драгоценных металлов и ценных бумаг, финансовый результат текущего года, прибыль Банка России отчетного года до распределения, доходы будущих периодов, амортизацию основных средств, сальдо межфилиальных расчетов, а также прочую кредиторскую задолженность Банка России.

Центральный банк, разумеется, не располагает «резиновым» балансом. Увеличение его пассивной базы в ответ на рост кредитования, почти наполовину благодаря «прочим пассивам», указывает на то, что любая дальнейшая накачка банковской системой ликвидностью – если таковая сменит однажды нынешнюю стерилизацию – потребует либо продолжения продажи иностранных активов, либо прямой эмиссии – quantitative easing. Напомним, что основным источником расширения баланса ФРС США в средней фазе кризиса было привлечение дополнительных банковских резервов за счет придания им платного характера. У нас «бегство в качество», увы, означает покупку иностранной валюты. Ограниченные возможности ЦБ – это обратная сторона не слишком монетизированной экономики и слабой – с макроэкономической точки зрения – банковской системы.

Еще факты. В 2007 г., по нашим прикидкам, эмиссия от покупки валюты в резервы ЦБ составила порядка 3.5 трлн.руб. Из них на расширение денежной базы пошло около 1.8 трлн.руб., или 52%. Остальное – около 48%, или примерно 1.7 трлн. руб., осело на счетах правительства в том же ЦБ, т.е. было стерилизовано и попало в итоге в Стабфонд. Иными словами, превратилось в иностранные активы РФ.

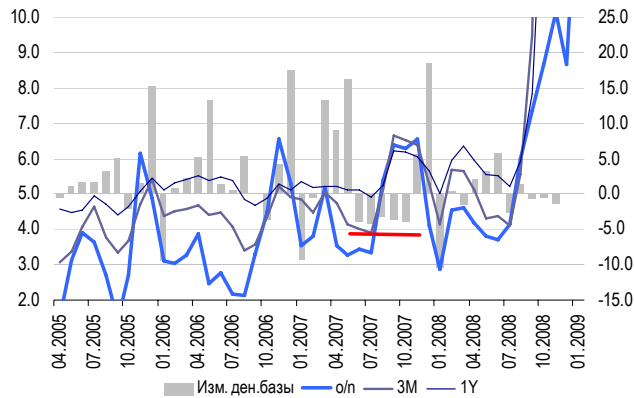
В 2008 г. подсчеты эмиссии рублей стали крайне затруднены из-за новой методики учета ЗВ резервов. Однако по официальным цифрам роста денежной базы и счетов правительства можно сделать вывод, что на увеличение первой в прошлом году ушло... 650 млрд.руб., или 30% всей предполагаемой годовой эмиссии, тогда как на счетах правительства оказалось около 1.7 трлн.руб., или 70% этой самой возможной эмиссии. Действительно: пик нефтяных цен пришелся на середину года, а затем ситуация резко изменилась. Увеличение денежной базы на 1.8 трлн.руб. в 2007 г. (вслед за также очень удачным 2006 г.) обеспечило один из лучших периодов в истории банковской системы РФ с точки зрения ликвидности.

Почему увеличение кредитов банкам от ЦБ более чем на 3.5 трлн.руб., не считая помощи Минфина, вдвое превышающее рост денежной базы за год в «тучный период», не сыграло почти никакой роли в преодолении кризиса, разве что помогло банковской системе более-менее выстоять? Дело, разумеется, в качестве этих денег, уровне доверия на рынке, а также в качестве экономики в целом. Точно также массивная помощь ФРС банкам начинает приносить кое-какие плоды только сейчас – например, некоторое оживление на рынке корпоративных облигаций в США. В то же время российская экономика,

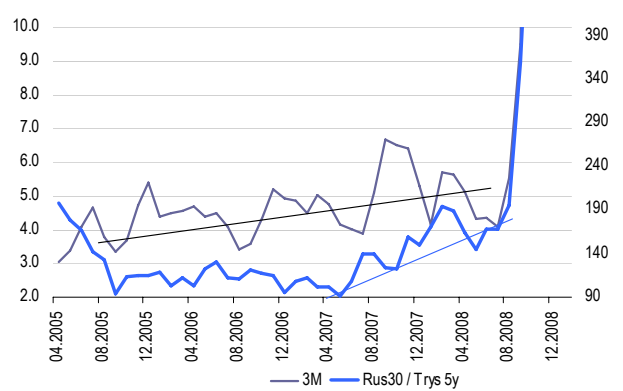
прямо и косвенно ориентированная в конечном итоге на внешний спрос – и внешнее финансирование, – стоит на обочине и ждет, когда этот самый внешний спрос начнет ей вновь помогать.

Как мы знаем, монетарная политика ЦБ имела не самое большое влияние на российский денежный рынок, который, наслаждаясь полной конвертируемостью, прильнул к огромному мировому рынку капитала. Пока была уверенность в возможности привлекать много денег по низким ставкам и вера в укрепление рубля (спасибо отсутствию капитальных ограничений!), даже периоды самой активной стерилизации денежного предложения (вроде периода, помеченного красным цветом) не могли в конечном итоге сильно повлиять на состояние рынка. Hot money были сильнее (ниже представлены ставки MosPRIME и RUB NDF, а также изменение денежной базы в %):

Как и многие – если не все – другие страны мира, Россия «проспала» резкое окончание ликвидного цикла. Впрочем, примечательно, что на длительной временной перспективе вмененная доходность NDF постепенно показывала малозаметную, но все же тенденцию к росту – в отличие от суверенного спреда. Возможно, это был «тихий» рост, связанный с неуклонным увеличением спроса на кредиты в валюте, исходящего от российских заемщиков, в ответ на активную стерилизационную политику, проводившуюся внутри страны, и сохранявшееся, тем не менее, инфляционное давление:



Источник: ЦБ, GFIR, МДМ



Источник: Reuters, GFIR, МДМ

Характеристики обменного курса рубля

19.02.09	Текущее значение	Изменение, %			
		За 1 день	с нач.года	1 мес.	3 мес.
Офиц. курс USD ЦБ	36.0910	-0.92	+24.4	+9.7	+31.5
USD ETC Tod	35.9662	-1.26			
USD ETC Tom	35.9387	-1.17			
EURO TOD	45.4389	-1.09	+13.68	+3.9	+31.1
RIBER bid	35.9141	-1.26	23.89	9.04	30.88
ask	35.9309				
Своп TodTom, пилс	94		USD/EUR кросс-курс		1.2634
0.45 EUR + 0.55 USD	40.2289	-1.17	+18.6	+7.3	+31.1

Объем торгов ММВБ

19.02.09	Тек.оборот, млн.вал.ед.	Изменение, %	Среднедневной оборот	
			1 мес.	3 мес.
USD ETC Tod	1,170.0	+9.8	1,464	1,781
USD ETC Tom	3,430.8	+19.5	4,185	4,907
ММВБ долл., всего	4,600.8	+16.8	5,649	6,688
EURO TOD	82.2	-44.3	165	85

Курсы мировых валют

	19.02.09	1 день назад	Укрепл.(+)/ослабл.(-%)		
			За 1 день	за 1 мес.	за 3 мес.
EUR/USD	1.2678	1.2564	+0.90	-3.67	+0.71
USD/JPY	94.2	93.720	-0.54	-4.17	+2.40
GBP/USD	1.4325	1.4217	+0.75	-1.16	-5.10
CHF/USD	0.8516	0.8487	+0.35	-3.91	+3.07

Индикаторы рублевой ликвидности

	19.02.09	Изм., млрд.руб.	Изм., б.п.	Ср.за 30 дн.	Ср.за 90 дн.
К/С в ЦБ, млрд.руб.	435.0	-8.0		431	560
Депозиты в ЦБ, млрд.руб.	90.6	1.8		90	252
MosPRIME o/n	10.25		-75	13.99	11.48
MosPRIME 1m	22.17		-41	24.13	21.98
MosPRIME 3m	24.50		+0	26.11	23.55

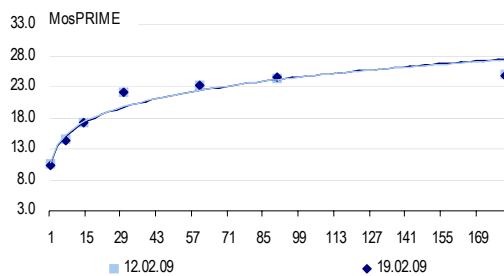
Характеристики NDF доллар/рубль (данные GFI)

	На 19.02.09			Предыдущий день			Изм. дох-ти, б.п.
	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	Outright	Базовых пунктов	Вмененная дох.	
1 нед.	36.2602	3,835	13.2	36.9422	10,655	16.1	-290
1 мес.	36.5141	6,374	21.8	37.2245	13,478	25.5	-370
3 мес.	38.1611	22,844	26.8	38.9950	31,183	29.1	-230
6 мес.	40.1877	43,110	25.7	41.2461	53,694	27.9	-220

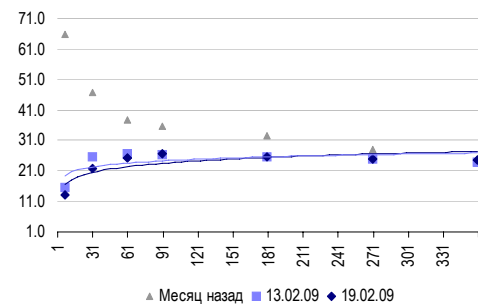
Некоторые глобальные ставки (USD)

	IRS			US Trys		
	На 19.02.09	Неделю назад	Изм., б.п.	На 19.02.09	Неделю назад	Изм., б.п.
2 года	0.982	0.961	2.1	0.98	0.97	1
3 года	1.356	1.378	-2.2	1.36	1.38	-2
5 лет	1.873	1.876	-0.3	1.87	1.88	0
10 лет	2.853	2.892	-3.9	2.85	2.89	-4

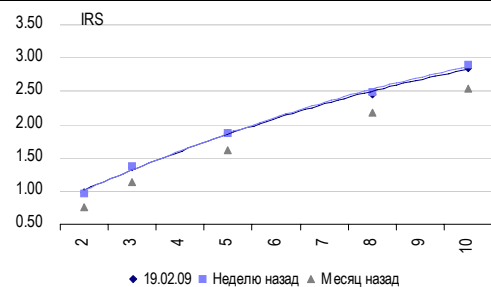
Кривая ставок MosPRIME



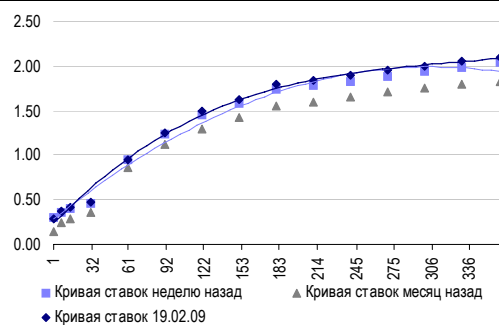
Кривая вмененной доходности NDF RUB/USD



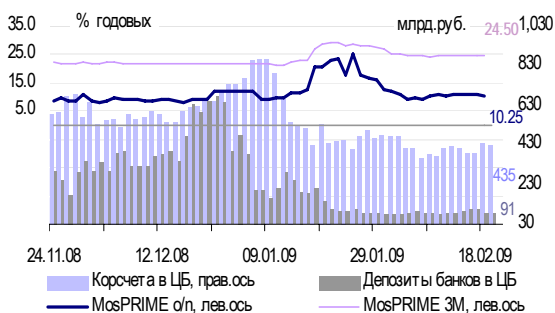
Кривая IRS USD



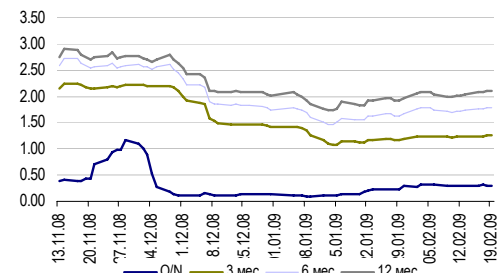
Кривая ставок LIBOR USD



Индикаторы рублевой ликвидности



Динамика ставок LIBOR USD



Расписание денежного рынка РФ

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 9 февраля		Вторник, 10 февраля		Среда, 11 февраля		Чет верг, 12 февраля		Пятница, 13 февраля	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв.ст авка	10,60		11,24		11,60		11,67		11,78	
	объем	194,163.1	217,752.4	174,209.0	194,219.4	148,003.4	174,262.7	147,649.6	148,050.4	149,171.6	147,696.8
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв.ст авка	10,92		11,67		11,91		11,96		11,95	
	объем	12,556.6	1,002.1	40,122.8	12,559.3	4,975.2	40,135.6	3,813.9	4,976.8	4,365.6	3,815.2
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв.ст авка			11,63							
	объем погашения			94,469.0	82,673.8						
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия							12.03.09			
	ср.взв.ст авка							8.68			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия							13.05.09			
	ср.взв.ст авка							не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа	05.08.09		18.03.09							
	объем предложения	100,000		15,000		94,227					
	ср.взв.ст авка	17.78		18.24							
	ст авка от сеч.	17.05		17.50							
	объем спроса размещено	421,659		63,797							
Аукцион ЖКХ	дата выкупа							до вос.			
	объем предложения					10,000		10,000			
	ср.взв.ст авка							11.07			
	ст авка от сеч.							11.00			
	объем спроса размещено							37,875			
Обратное репо	предлагаемый акт ив							ОБР-8			
	дата выкупа							15.06.09			
	объем предложения							5,000			
	ср.взв.ст авка							не сост.			
	объем спроса выручка ЦБ										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			25.02.09							
	ср.взв.ст авка			11.50							
	дата погашения			13.05.09							
ОФЗ/ГКО	ср.взв.ст авка			12.20							
	выпуск										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	объем предложения										
	привлеченный объем										
Итого. прямое репо *	вид платежа										
	возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчет а ЦБ	объем	+14,000		-2,700		+37,100		+14,000		-16,000	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	-6,500		-4,200		+4,900		+4,400		+3,700	
Итого. прямое репо *	объем	206,718.6	218,754.5	214,331.8	206,778.8	152,978.6	214,398.3	151,463.5	153,027.2	153,537.2	151,511.9

объемы даны в млн.руб., если не указан		Понедельник, 16 февраля		Вторник, 17 февраля		Среда, 18 февраля		Чет верг, 19 февраля		Пятница, 20 февраля	
		Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение	Привлеч.	Погашение
Прямое репо ЦБ. 11:00 *	ср.взв.ст авка	11,84		11,92		11,95		11,97			
	объем	167,867.7	149,316.0	120,739.7	167,922.1	98,880.2	120,779.1	96,103.0	98,912.6		96,134.5
Прямое репо ЦБ. 15:00 *	ср.взв.ст авка	11,95		11,96		11,95		11,96			
	объем	5,814.8	4,369.9	15,738.7	5,816.7	6,422.7	15,743.9	3,171.0	6,424.8		3,172.0
Прямое репо ЦБ *. 1 нед.	ср.взв.ст авка			11,94							
	объем погашения			182,630.5	94,679.7						
Депозитн. аукцион ЦБ. 4 нед.	дата закрытия							19.03.09			
	ср.взв.ст авка							8.92			
Депозитн. аукцион ЦБ. 3 мес.	дата закрытия							20.05.09			
	ср.взв.ст авка							не сост.			
Аукцион Минфина/ЦБ	дата выкупа	20.05.09		25.03.09						19.08.09	
	объем предложения	25,000		130,000		128,862				275,000	
	ср.взв.ст авка	18.56		18.63							
	ст авка от сеч.	17.54		17.55						14.50	
	объем спроса размещено	155,750		325,317							
Аукцион ЖКХ	дата выкупа										
	объем предложения										
	ср.взв.ст авка										
	ст авка от сеч.										
	объем спроса размещено										
Обратное репо	предлагаемый акт ив							ОБР-8			
	дата выкупа							15.06.09			
	объем предложения							5,000			
	ср.взв.ст авка							не сост.			
	объем спроса выручка ЦБ										
Ломбардный аукцион Т+1	дата погашения			04.03.09							
	ср.взв.ст авка			11.41							
	дата погашения			20.05.09							
ОФЗ/ГКО	ср.взв.ст авка			12.08							
	выпуск										
Бюджетные выплаты. млрд.руб.	объем предложения										
	привлеченный объем										
Итого. прямое репо *	вид платежа										
	возможный объем										
Отток (-) / приток (+) на корсчет а ЦБ	объем	-22,000		+400		+53,400		-8,000		-42,600	
Отток (-) / приток (+) на депозиты ЦБ	объем	+15,400		-1,700		-17,200		+1,800		-600	
Итого. прямое репо *	объем	173,682.5	153,685.9	136,478.4	173,738.9	105,302.9	136,523.0	99,273.9	105,337.4		99,306.5



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

Линаида Еремина	+7 495 363 55 83
Наталья Ермолицкая	+7 495 960 22 56
Дарья Грищенко	+7 495 363 27 44
Джузеппе Чикателли	+7 495 787 94 52

Отдел торговли долговыми инструментами

Александр Зубков	Alexander.Zubkov@mdmbank.com
Евгений Лысенко	Evgeny.Lysenko@mdmbank.com

Отдел РЕПО

Денис Анохин	Denis.Anokhin@mdmbank.com
--------------	---------------------------

Анализ рынка облигаций

Михаил Галкин	Mikhail.Galkin@mdmbank.com	Максим Коровин	Maxim.Korovin@mdmbank.com
Мария Радченко	Maria.Radchenko@mdmbank.com		

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

Николай Кащеев	kni@mdmbank.com
----------------	-----------------

Редакторы

Михаил Ременников	Mikhail.Remennikov@mdmbank.com	Эндрю Маллиндер	Andrew.Mullinder@mdmbank.com
-------------------	--------------------------------	-----------------	------------------------------

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.